

Juros Mantidos Apesar do Aquecimento da Atividade

Sumário Executivo¹

- A atividade econômica tem surpreendido positivamente com revisões sucessivas no crescimento do PIB. Modelo para PIB projeta crescimento de 2,6% para 2024 e 0,5% no dado ajustado sazonalmente para o segundo trimestre
- Estimções de inflação (3,4%) abaixo do Focus (3,92%) para 2025. Regra de Taylor não projeta alta na Selic no final de 2024 e espera 9,5% no longo prazo
- As despesas do governo federal apresentaram um aumento de 10,5% no ano ate junho, com forte aumento de gastos de precatórios e gastos com previdência.
- a curva de juros americana indica uma probabilidade de 74,8% de 3 ou 4 cortes de 25 bps até o final do ano e uma taxa terminal entre 3,00% e 3,50% a.a. ao fim do ciclo
- A taxa de câmbio real efetiva estava mais fraca que os valores dos fundamentos em cerca de 10% em julho.

O MacroTrends é um documento elaborado pelo grupo de pesquisadores do MacroLab vinculado a Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. O documento terá periodicidade trimestral e trará um resumo dos principais resultados dos modelos desenvolvidos e uma análise da conjuntura econômica com foco em Brasil.

O MacroLab surgiu da unificação dos CEMAP e do Centro Macro-Brasil dentro da FGV-EESP para incentivar a realização de pesquisa em Macroeconomia Aplicada e a discussão de questões de política macroeconômica, com foco principal na economia brasileira. Ativamente, busca ser uma ponte entre a academia, o setor privado, o mercado financeiro e os formuladores de política econômica.

¹Este documento foi elaborado por Emerson Marçal, Clemens Nunes e Marcelo Kfoury Muinhos e Oscar Simões. As opiniões e análises aqui apresentadas são exclusivas dos autores e não representam necessariamente as da Fundação Getulio Vargas

Atividade Econômica

O forte crescimento dos gastos públicos e o excepcional desempenho do mercado de trabalho tem sido alguns dos fatores que estão mantendo o forte crescimento do PIB. A atividade econômica aparentemente vai apresentar outro resultado robusto no segundo trimestre (já foi 0,8% de crescimento na margem no primeiro trimestre) tendo como base o IBC-BR, que teve um crescimento de 1,1% contra 1,5% no trimestre anterior.

A estimativa para o PIB segundo trimestre de 2024 estão na casa de 0,5% no valor ajustado sazonalmente, ou que equivale a cerca de 2,5% comparando com o mesmo período do ano anterior. Caso esse cenário se confirme, o crescimento econômico deve ficar na de 2,6% em 2024.

O crescimento das vendas ao varejo ilustra esse crescimento puxado pelo consumo ao crescer no segundo trimestre 1,5% e está em linha com o mercado de trabalho que apresentou o menor desemprego em 10 anos e com a massa salarial crescendo 7,9% em 12 meses. A produção industrial e o setor de serviço tiveram resultado ligeiramente mais modesto que as vendas ao varejo, com crescimento de 0,7% no segundo trimestre contra o anterior (2,5% acima do mesmo trimestre no ano anterior no caso da indústria e 1,8% no caso dos serviços). Porém, se realmente houver o crescimento negativo dos gastos públicos para se cumprir o arcabouço, a atividade deve desacelerar no segundo semestre

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

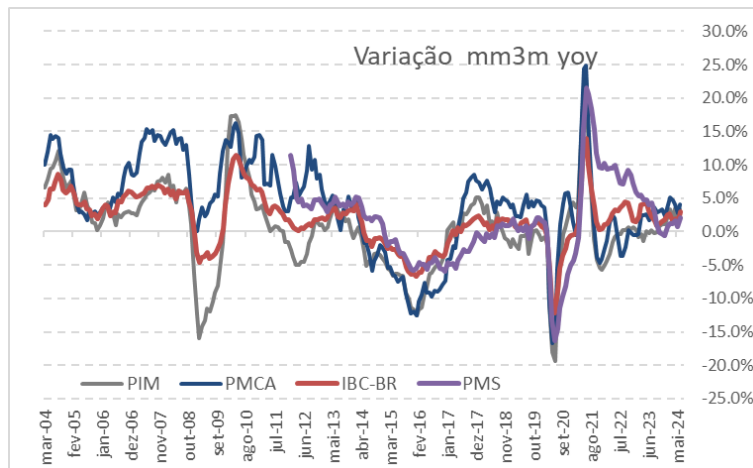


Figura 1: Cenários

O mercado de trabalho encerrou o trimestre de julho de 2024 com uma taxa de desemprego de 6,8%. Essa é a menor taxa de desemprego da série para esse mês desde o início desse indicador em 2011. A taxa ajustada pela sazonalidade se encontra no mesmo patamar da série original. O rendimento médio do trabalhador apresentou uma alta de 4,8% em relação ao mesmo período do ano anterior e o número de ocupados subiu 2,7% na mesma métrica. Esse mercado de trabalho tão aquecido para os padrões brasileiros dificulta a queda da inflação, principalmente a inflação de serviços, dificultando a convergência às metas de inflação.

Inflação e Política Monetária

A inflação de julho foi de 0,38% acumulando 4,49% em 12 meses terminados em julho praticamente em cima do limite superior de tolerância das metas de inflação. O modelo do MacroLab previa 0,11% para a inflação de agosto no primeira vintage logo após o anúncio do IPCA de julho. Conforme pode ser verificado na Tabela abaixo, o

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

desempenho do modelo tem sido sistematicamente melhor do que a mediana do Focus. A previsão da inflação da inflação de agosto utilizando os dados até 02 de agosto de 2024 pelo mesmo modelo e vintage é de 0,00% (zero). Já para a inflação anual a previsão do modelo do MacroLab totaliza 4,25% em 2024. Os resultados atualizados do *backtest* para o modelo do MacroLab são apresentados na Tabela 1.

	Erro Quadrático Médio*	
	Após a divulgação do IPCA	Após a divulgação do IPCA
FOCUS	0,03090 5	0,0077
MACROLAB	0,02311 8	0,00682
Razão frente ao Focus	74,7%	88,5%

* Calculado para o período 2020-1 a 2024-7

Tabela 1: Desempenho comparado

As projeções do modelo de três equações, que apresenta uma regra de Taylor como caminho para os juros, são reportadas na tabela abaixo. A inflação de 2024 fica ao redor de 4,4% ligeiramente acima da prevista pelo Banco Central e superior ao Focus. Para 2025, a inflação fica em 3,4% um pouco mais baixo do que o 3,6% valor esperado pelo Banco Central e 3,9% esperado pelo Focus. No gráfico é projetada o *swap Pre-DI* ao invés da Selic, pois essa é a variável que tem aderência ao se estimar a regra de Taylor. Para o final do ano, a taxa do swap está ligeiramente mais baixa do que o atualmente comercializado no mercado 11,46%. Para o final do 2025, os juros de 1 ano estão 0,50 pp mais baixo, o que é exatamente igual a previsão do Focus. Para 2027, o modelo prevê 9,75% muito semelhante as 9,5% do consenso. Na tabela abaixo também é possível verificar o hiato do produto. O nível atual dessa variável é de -0,08% e no longo prazo se estabiliza em -1,4% no território contracionista, mostrando que os juros se estabilizaram num patamar alto, porém nem a inflação vai para a meta bem como o hiato não vai para zero.

O modelo cujos resultados se encontram na tabela acima apresentam mais do que 3 equações, pois há uma

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

Data	FX	Swap	Inflação	Hiato de Produto
mar-23	5.11	13.17	4.82	-0.76
jun-23	4.92	12.34	3.30	-0.29
set-23	4.95	11.33	5.38	-0.62
dez-23	5.00	11.36	5.18	-1.03
mar-24	4.99	9.64	3.96	-0.70
jun-24	5.27	10.16	3.97	-0.89
set-24	5.50	11.06	4.34	-0.23
dez-24	5.50	11.28	4.38	-0.47
mar-25	5.50	11.23	4.17	-0.78
jun-25	5.50	11.08	3.77	-0.93
set-25	5.50	10.87	3.38	-1.12
dez-25	5.51	10.65	3.40	-1.19
mar-26	5.51	10.44	3.33	-1.24
jun-26	5.51	10.27	3.29	-1.28
set-26	5.51	10.15	3.25	-1.30
dez-26	5.51	10.04	3.31	-1.32
mar-27	5.51	10.08	3.41	-0.54
jun-27	5.50	10.12	3.31	-0.65
set-27	5.50	9.96	3.39	-1.70
dez-27	5.50	9.77	3.30	-1.65
mar-28	5.51	9.62	3.20	-1.60
jun-28	5.51	9.53	3.21	-1.55
set-28	5.51	9.45	3.23	-1.49
dez-28	5.51	9.44	3.37	-1.45

Tabela 2: Cenários das principais variáveis Macro

estimação para a expectativa de inflação. Interessante observar que os resultados desse modelo em termos de projeção das expectativas são bastante parecidos com as expectativas de inflação do Focus, ficando ao redor de 3,4% no horizonte de projeção. Essas estimativas das expectativas são a chave para a inflação não convergir para a meta de 3%. As principais razões apontadas pelos especialistas de política monetária para a não conversão são as incertezas associadas à política fiscal e atuação do próximo presidente do Banco Central, Gabriel Galípolo no próximo ano.

Mesmo com indicações mais fortes da autoridade nos documentos oficiais e mesmo nas manifestações públicas que irão perseguir a meta de inflação, salientando o desconforto em relação à desancoragem das expectativas, não acreditamos que o BCB irá subir a Selic até o final do ano. A nossa convicção vem da projeção da regra de Taylor e da própria projeção de 3,4% de inflação para 2025, próxima à meta de 3%.

Política Fiscal

O Governo Central apresentou um déficit de pouco mais de R\$40 bilhões em junho, atingindo um déficit de 2,4% do PIB nos últimos doze meses, com as despesas crescendo 10,5% e a arrecadação subindo 8,5% em termos reais no ano até agora. Podemos carregar nas tintas apontando que, no terceiro mandato do Governo Lula, as despesas totais do Tesouro totalizaram em junho desse ano 20,5% do PIB contra uma média de 18,1% em 2022. Já as receitas passaram de 18,5% em 2022 para 18% do PIB em junho desse ano.

Uma conta que aumentou fortemente nos últimos anos foi a conta de despesas com sentenças judiciais e precatórios, que passou de uma média de 3,5% em 2022 para 4,9% do PIB em junho de 2024. Em dezembro de 2023, houve uma decisão do Supremo que fez com que se retirasse do arcabouço fiscal R\$93 bilhões do pagamento de precatórios. Houve um pagamento de R\$53 bilhões em dezembro de 2023 e uma outra parcela de cerca de R\$30 bilhões em fevereiro de 2024. A regularização evitará que viesse a surgir uma bomba fiscal de cerca de R\$200 bilhões

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

em 2027, devido ao congelamento dos precatórios feita pela PEC do mesmo nome de dezembro de 2021.

Outra conta que sofreu grande majoração foi a conta de despesas com benefícios previdenciários, que saíram de 7,9% de dezembro de 2022 para 8,7% em junho de 2024. Segundo um relatório que a Gap Asset mandou para os seus clientes, o aumento dos gastos de 8,7% em 2024 da Previdência foi devido, em parte, a gastos não recorrentes. Descontando as parcelas relativas a precatórios e a mudança nos fluxos do pagamento de 13 salário, o aumento passa para 4,6%. Já descontando as mudanças no auxílio-doença, o crescimento real dos gastos da previdência se reduz para 3,6% nos primeiros seis meses do ano. O aumento real do salário-mínimo, por sua vez, faz com que haja um crescimento vegetativo nos gastos da previdência ao redor de 1,8% ao ano, um patamar próximo ao que foi vislumbrado com a reforma da previdência e que está longe de um descontrole que justifique a mudança do arcabouço neste ano.

Segundo o relatório do Gap Asset: “os bons dados de arrecadação do primeiro semestre e as demonstrações de preocupação por parte do governo em evitar uma piora mais forte dos preços dos ativos nos levam a crer que a probabilidade de cumprimento dos objetivos fiscais está hoje maior, e não menor” do que no princípio do ano. Porém, para se cumprir o limite de aumento dos gastos públicos do arcabouço que é de 2,5%, o crescimento das despesas teria de passar de um aumento de 12

Outro dado que assusta é o aumento da dívida bruta, que passou de 71,68% para 77,84% do PIB, um aumento de mais de 6 p.p. em um ano e meio. Importante, portanto, fazermos simulações para os aumentos do endividamento, que é a variável que o Brasil tem desempenho pior do que os pares de renda semelhante. No gráfico abaixo, apresento uma comparação entre a simulação feita por mim e o que encontramos no Focus. No meu cenário, o resultado primário alcançaria um superavit de 1% do PIB apenas em 2028 ao supor que os gastos sigam o limite de crescimento das despesas permitido no arcabouço. Com essa trajetória, o patamar de dívida em 2028, será 88,3%, chegando a 2032 com 92% de dívida. Nesse cenário estamos supondo que a Selic se estabilize em 9%, o crescimento potencial de 2% e a inflação em 3,5%, cenário esse derivado de uma regra de Taylor e de um modelo de curva de

Phillips e curva IS. Numa outra simulação, usando parâmetros semelhantes, para que a dívida se estabilize em 80%, seria necessário um superavit primário de 3% a partir de 2026, o que é altamente improvável.

Economia Internacional

Goldilocks, Right?

Na conferência de Jackson Hole, Jay Powell indicou que o Fed iniciará o processo de redução da sua taxa de política em breve. Esta decisão foi suportada pelo comportamento favorável de dois indicadores. O primeiro, a queda da inflação, aproximando-se da meta implícita. O segundo, números que refletem o esfriamento do mercado de trabalho. Embora apontasse que o balanço de riscos esteja em ambos os lados (“We are well aware that we now face two-sided risks”), sua fala sobre a necessidade de “get ahead of weakness in the labor market” parece ter prevalecido sobre a expectativa dos agentes. Correntemente, a curva de juros indica uma probabilidade de 74,8% de 3 ou 4 cortes de 25 bps até o final do ano e uma taxa terminal entre 3,00% e 3,50% a.a. ao fim do ciclo de ajuste. Estas expectativas são coerentes com um cenário de soft landing, caracterizado por uma desaceleração gradual da atividade econômica em direção ao PIB potencial e convergência da inflação para a meta. Não obstante este consenso, alguns riscos podem ameaçar sua realização tanto para cima como para baixo. Riscos para cima podem estar numa maior resiliência da economia amparada na quantidade de poupança acumulada pós-Covid e numa expansão fiscal acelerada do governo eleito, voltando a acelerar a inflação. Preço elevado de ouro e ações refletiriam essa probabilidade num cenário de política monetária acomodatória e um dólar mais desvalorizado. Por outro lado, com menor probabilidade, existe a chance de um cenário de hard landing. Neste, o afrouxamento da política monetária seria insuficiente para compensar a queda da atividade econômica, reforçada por um cenário externo de menor crescimento e tensões geopolíticas. Os próximos indicadores serão importantes para darem pistas

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

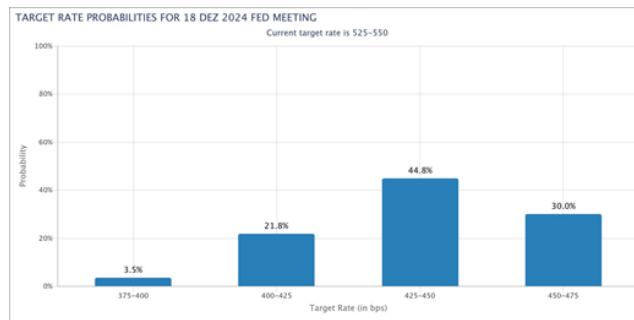


Figura 2: Target rates

neste sentido.

Câmbio

O mercado de câmbio brasileiro no segundo trimestre de 2024 e no início do terceiro trimestre ficou pressionado na direção de depreciação da taxa de câmbio. A taxa de câmbio nominal real por dólar ao final de março era 4,99 reais por dólar e atingiu 5,55 reais por dólar ao final de junho e 5,66 ao final de julho. Tais números geraram uma depreciação na casa de dois dígitos, num período muito curto. Esse movimento também se refletiu na taxa de câmbio real efetiva, ou seja, quando se leva um conjunto amplo de moedas.

Alguns pontos explicam tal movimento. Houve uma instabilidade nos mercados internacionais de incertezas sobre a taxa de juros americana e o aumento de juros no Japão. Mas também houve ruídos domésticos que influenciaram a situação brasileira.

Os pesquisadores do Macrolab ² atualizaram as estimativas de câmbio de equilíbrio para o Brasil até junho de 2024. Os dados sugerem que o câmbio estava depreciado além do equilíbrio em cerca de 10%. Esse número está

²Emerson Marçal e Oscar Simões

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

em contrasta como valor de desalinhamento estimado para março de 2024 que era de cerca de -1,75%. Enquanto o número de março não é estatisticamente significativamente diferente de zero, o número de junho é significativamente menor que zero, ou seja, há um desequilíbrio e a moeda para estar mais fraca que os fundamentos.

Dois pontos devem ser ressaltados. A figura 4 sugere uma piora do resultado de transações correntes ao longo do ano de 2024 a partir dos dados ajustados sazonalmente. Já a Figura 5 mostra que houve uma piora significativa da percepção de risco brasileiro medido pelo EMBI. Embora o risco esteja bem longe de picos recentes como da crise de 2015-2016 ou da pandemia, a reversão de tendência caso continue pode preocupar.

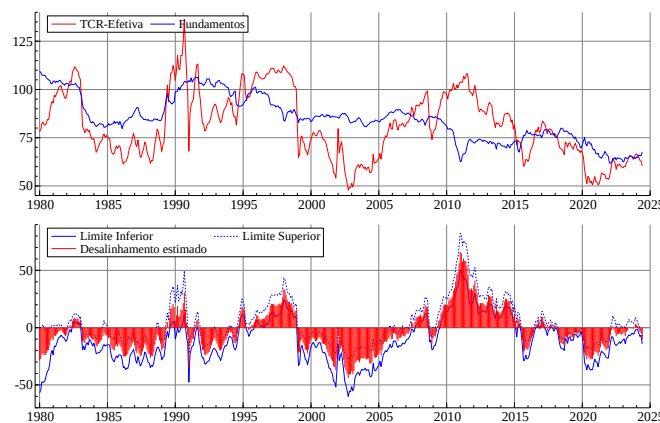
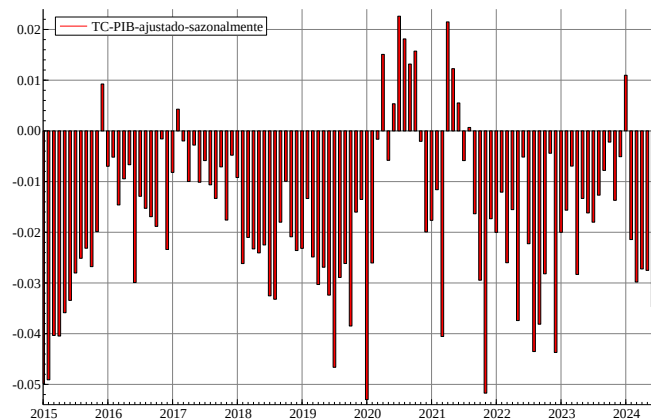


Figura 3: Desalinhamento Cambial estimado e as respectivas bandas de confiança

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics



Fonte: BCB e ajuste sazonal feito Macrolab

Figura 4: Saldo em transações correntes mensal - ajustado sazonalmente

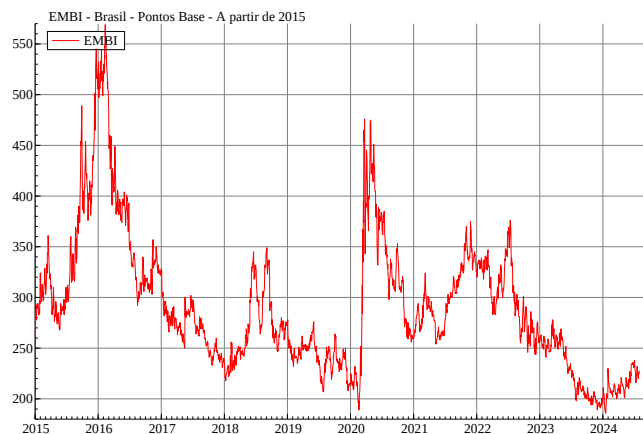


Figura 5: Evolução do Risco País medido pelo EMBI